

## 宏观点评 20240124

# 30年财税改革启示录：是时候改变了？

2024年01月24日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 回顾一路走来的财税改革(尤其1994年以来),这是一段央地之间财权、事权错配不断加深的历史,也是地方政府为了弥补收支缺口、不断寻找资金来源(银行贷款、土地收入、隐性债务)的历史,更是中央政府不断化解和规范地方财政和金融风险的历史。**30年来,财税改革始终在“地方收支缺口变大—新的融资模式兴起—风险积聚—管控化解—新的融资模式兴起……”的循环中往复,而不变的是地方政府日益上升的收支负担。**30年后的今天,“谋划新一轮财税体制改革”的号角已经吹响,或许我们能够期待在即将到来的三中全会能够出现一些转折。

■ **财税体制改革“五部曲”：一边做、一边改,财权上收、事权下沉是主线。**自新中国成立以来,央地财政关系的调整进程并非完全“一帆风顺”——从央地事权划分的极其不稳定、到中央政府开始放权让利(地方事权包干制)、再到央地事权逐步明晰(分税制),财税体制改革的脉络也逐步明晰。**整体来看,可将财税体制改革分为五个阶段:**

■ **第一阶段(1949-1978年):计划经济时期的“摸索”。**新中国成立后,财税体制“百废待兴”。政府对事权的管理更“相机抉择”,而央地事权划分的极其不稳定也在一定程度上造成国民经济的震荡。在经历过中央与地方事权划分五次上收、四次下放后,合理划分中央与地方事权“迫在眉睫”。

■ **第二阶段(1979-1993年):地方事权包干制“上线”,为整体改革“铺路搭桥”。**经历过各项事权的不断上收、下放后,在激发地方经济活力的主旨下,1978年起终于将央地事权关系“定音”、中央政府正式开始放权让利,“分灶吃饭”的地方事权包干制也随之开始建立。

然而事权包干制造成的“两极分化”比较严重:对于财力尚有余力的地方来说,财政收入在按包干的比例(这一比例通常是确定的)上缴中央后,剩余的钱都归地方所有。部分地方政府便采用企业税收减免的方式,截留经济发展成果、藏富于企,并通过企业上缴利润的方式增加地方政府的预算外收入。而对于财力偏弱的地方来说,它们更多是倚靠中央财政进行补贴。因此,减收增支的中央财政后期难免表现乏力——中央财政收入占财政收入的比重不断下滑、也致使财政收入占GDP的比重降低,这就催生了财政分税制的出炉。

■ **第三阶段(1994-2003年):财税体制改革的“重头戏”,分税制“登上舞台”。**1994年正式启动了分税制财税体制改革,按照中央和地方政府各自的事权,划分了各自财政的支出范围;再根据财权事权相统一的原则,划分了中央和地方收入,将税收分为中央税、地方税、中央与地方共享税。由于很多占财政收入大头的税种均为中央税,因此分税制实施后中央财政开始飞速壮大,1994年当年中央财政收入增速高达203.5%。

与此同时,央地各自执行的支出任务却并没有发生明显改变。由图6可见,在分税制改革启动以后,央地财政收入的比重发生了逆转,然而央地财政支出却几乎“毫无波澜”。这也就意味着中央收入增加的同时,其相应的事权并没有随之增加;反观地方政府,不仅延续了包干制下的部分公共服务职责,还“被动”包揽了不少其他事权。最终央地财权和事权不匹配的情况愈发突出,地方“入不敷出”的现象时有发生。

从信贷“狂飙”到特别国债补充银行资本金、AMC剥离不良贷款。在这一阶段,我国的市场经济并未形成,地方“入不敷出”的结局是地方政府不得不加大干预、使银行对国企不断提供信贷支持。最后导致了银行不良贷款率不断走高、地方金融风险发生的概率攀升,中央政府首次发行特别国债、以补充四大行资本充足率。

■ **第四阶段(2004-2011年):分税制的“查缺补漏”。**基于央地财权和事权不匹配的情况,财税体制在1994年分税制改革的基础上进一步调整。为使财政的“阳光”普照城乡,中央通过转移支付的方式保障地方财力。

### 相关研究

《美日“领跑”股市透露了什么信号?》

2024-01-22

《几条线索观测欧美经济》

2024-01-21

**“以地生财”逐步成为弥合地方财政缺口的另一主路。**在分税制下，土地变现时产生的增值收益无疑成为“香饽饽”，土地成为了地方政府最便捷的收入来源。低价征地、高价出让的土地价格剪刀差直接带动了地方土地出让收益的升高，同时房地产的快速增长也使隶属于地方政府的地产相关税好转。随着地方政府的“土地财政”渐浓，土地出让金从预算外收入调整为预算内收入——从2007年起，土地出让收支正式纳入地方政府性基金预算。

- **第五阶段（2012年-至今）：现代财政制度的不断探索。**2012年十八大对深化财税体制改革作出了顶层设计，“建立事权和支出责任相适应的制度”是新一轮财税体制改革的三大主线之一。2012年以来虽然不乏探索央地事权和财权之间“平衡点”的案例（譬如2016年将多项公共服务职责划分为中央、地方、央地共同承担三类），但一系列“微改革”其实取得的效果甚微。

**金融危机后城投平台的“肆意生长”，是地方政府补缺口的象征。**2008年的“4万亿”经济刺激计划有75%的资金需要由地方政府提供，原本就运行困难的地方政府不得不通过地方政府融资平台去借款，这也是隐性债务开始累积的“起点”。而面对地方债务可能违约的“舆情”，政府最后还是通过表内债置换表外债等措施来降低地方金融风险。自2015年以来，我国已开展了四轮隐性债务置换工作，其中前两轮是以置换债的形式，后两轮是以特殊再融资债的形式。

目前地方事权与支出责任依旧很重，尤其在地方土地出让收入不断下滑、偿债压力却有增不减的背景下，地方政府似乎在承担着“不能承受之重”。与此同时，中央向地方的转移支付路径也并非“一帆风顺”，资金传导过程中也时有资金分配不规范、资金未及时下达等问题发生，这无疑使地方财力更加“捉襟见肘”。

- **新一轮财税体制改革，可能会如何推进？理顺中央和地方的财政关系预计是新一轮财税体制改革的“主旋律”。**一方面，事权可适当上收，将国防、国家安全等重大事务集中于中央，这样也可以减少委托事务、提高效率。另一方面，可适当提高央地共享税中地方的分成比例、或将部分中央税转变为央地共享税，以此提高地方财政的“造血”能力。比如可以提高增值税和企业所得税（均为央地共享税）中地方的分成比例，以此调动地方支持企业发展的主动性；还可以将原本属于中央税的消费税纳入央地共享税，这样还能减少市场中变相逃税、漏税的现象。同时，在会计审计监管到位的情况下，逐步将资金直达机制常态化，使中央转移支付机制可以更快下达、更精准投放。

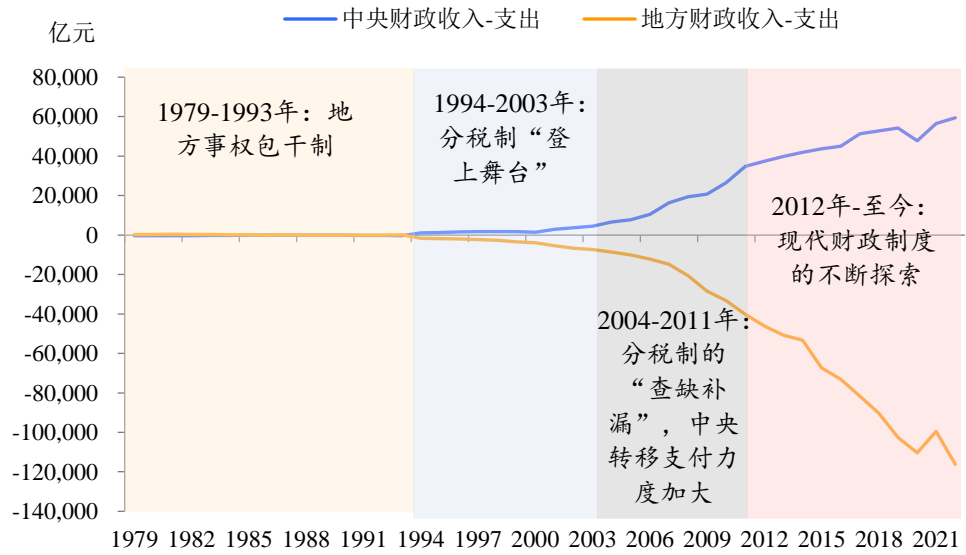
- **财税体制改革对宏观经济运行有何影响？一是决定了中央和地方“谁主沉浮”。**在地方事权包干制时期，中央政府放权让利、地方政府分灶吃饭的结果是地方保护主义现象突出，地方财政居于中央财政之上。但随着分税制的“横空出世”，中央财政的重要性愈发凸显。

**二是决定了中央和地方谁加杠杆更明显。**在包干制时，中央和地方加杠杆的力度“难分伯仲”，不过分税制后，收支更可观的中央承担了一段时间的加杠杆任务。而后随着中央对地方转移支付力度的逐步加大，地方又逐步取代中央、成为加杠杆的“主力军”。但出于转移支付力度不够、地方财政收支压力不断加大等原因，地方加杠杆似乎愈发“心有余而力不足”。

**三是决定了基建投资将如何前行。**包干制时期大幅调动了地方政府的积极性，期间基建投资增速涨势也十分喜人。进入分税制后，一开始基建增速有了比较明显的放缓。而后伴随着中央转移支付力度加大、地方政府加杠杆力度的提升，基建又步入到“加速期”。但着眼当下，地方政府加杠杆已处于一个“瓶颈期”，及时为地方财政“充电”显得至关重要。

- **风险提示：**财税体制改革进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 财税改革路途中国财政收入更靠谁?



注: 中央财政收入为不考虑从其他账本调转资金的中央一般公共预算收入; 中央财政支出为不考虑向地方转移支付的中央本级支出。地方财政收入为不考虑从其他账本调转资金、且不考虑中央转移支付的地方本级一般公共预算收入; 地方财政支出为地方本级支出。

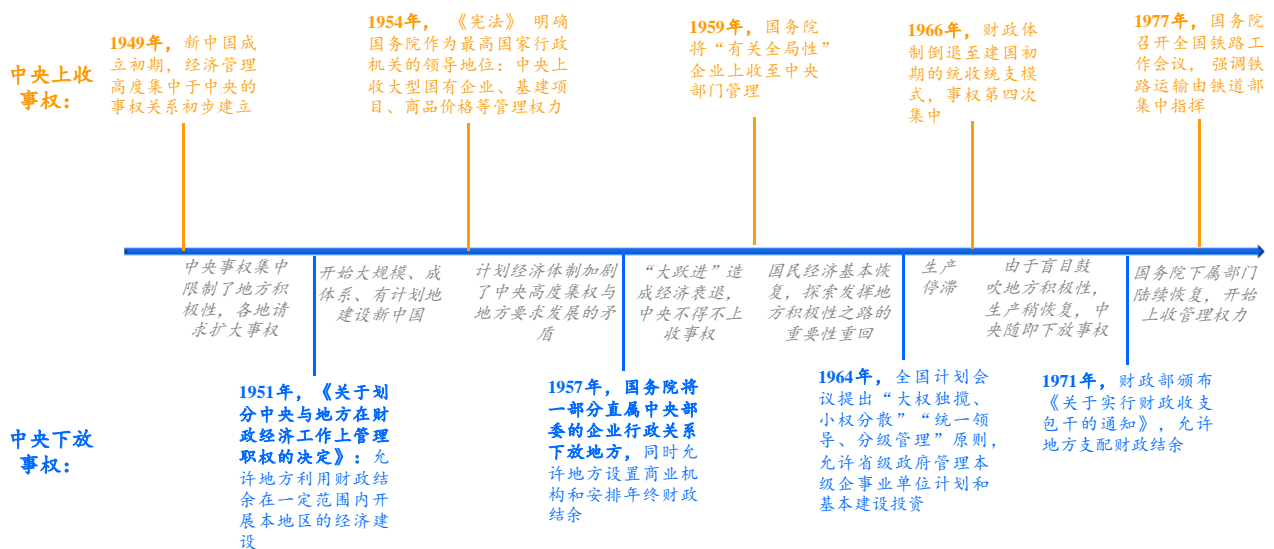
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图2：新中国成立以来财税体制改革如何推进？

时间	主题	具体内容	地方政府如何补财政缺口？ 中央政府又如何应变？	弊端
1949-1978年	计划经济时期的“摸索”	财税体制的初步探索可能比较“混乱”，中央与地方事权划分经历了五次上收和四次下放。	/	在划分中央与地方事权的过程中“跌跌撞撞”，央地事权划分的极其不稳定造成国民经济在中央集权活力不足、地方分权陷入混乱中震荡。
1979-1993年	为整体改革“铺路搭桥”	为调动地方政府的积极性，中央政府正式开始放权让利，在向地方下放财权和企业经营管理权的同时，开始要求地方政府承担部分公共服务职责。1980年开始引入分灶吃饭的 <b>地方事权包干制</b> 。	/	无论放权还是让利，事实上都是以财政上的减收、增支为代价的， <b>中央财政开始表现出对经济运行调节的乏力</b> 。同时事权包干制还存在扭曲地方行为、过程繁琐等缺点。
1994-2003年	财税体制改革的“重头戏”	启动了 <b>分税制财税体制改革</b> ，按照中央政府与地方政府各自的事权，划分各级财政的支出范围；根据财权事权相统一的原则，划分了中央和地方收入。	地方政府不得不加大干预、使银行对国企不断提供信贷支持；最终中央政府首次发行特别国债、以补充四大行资本充足率。	
2004-2011年	分税制的“查缺补漏”	在1994年分税制改革的基础上进行进一步的调整和完善， <b>中央对地方的转移支付的支持力度增强</b> 。	土地成为了地方政府最便捷的收入来源，地方财政收支压力下，“土地财政”应运而生；之后土地出让收支正式纳入地方政府性基金预算。	<b>央地财权和事权不匹配的问题依旧突出</b> ，中央财政收入增加的同时、执行的支出任务却并没有增加，而地方财政却不断承压。进而又催化了土地财政、大规模盲目举债、乱收费罚款等问题的产生。
2012年-至今	现代财政制度的不断探索	党的十八大对深化财税体制改革作出了顶层设计，以建立现代财政制度为目标，新一轮财税体制改革由此展开。	地方政府不得不通过地方政府融资平台去借款；最后又通过表内债置换表外债（四轮化债）去降低地方金融风险。	

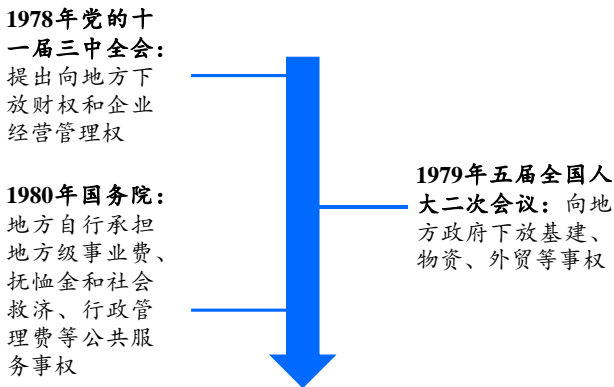
数据来源：《建国以来中央与地方事权划分：历史回顾与经验总结》、《中国财税改革40年：基本轨迹、基本经验和基本规律》、《财税改革40年：回顾、经验与展望》，东吴证券研究所

图3：计划经济体制时期经历了中央与地方事权划分的五次上收、四次下放



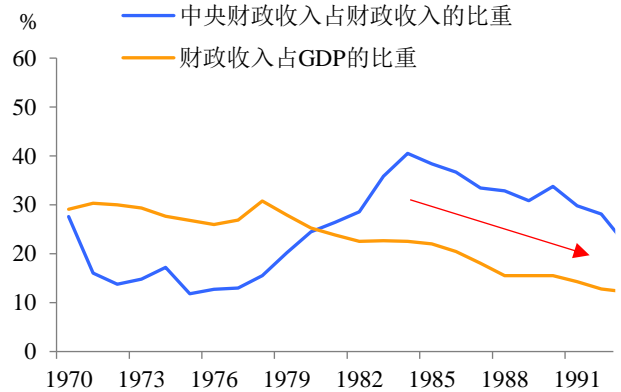
数据来源：《建国以来中央与地方事权划分：历史回顾与经验总结》，东吴证券研究所

图4：1978年起中央政府正式开始放权让利



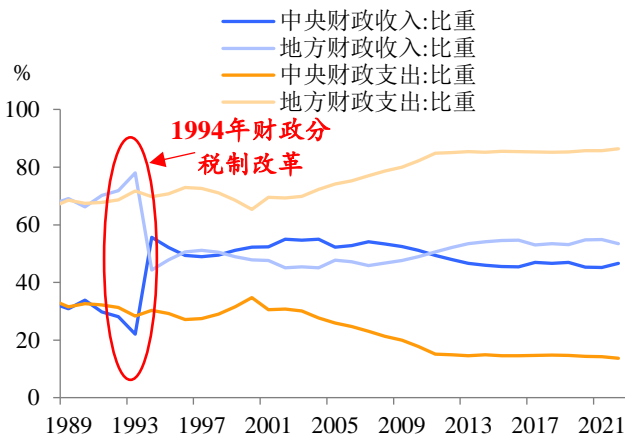
数据来源：中国政府网，国务院官网，东吴证券研究所

图5：减收增支的中央财政难免表现乏力



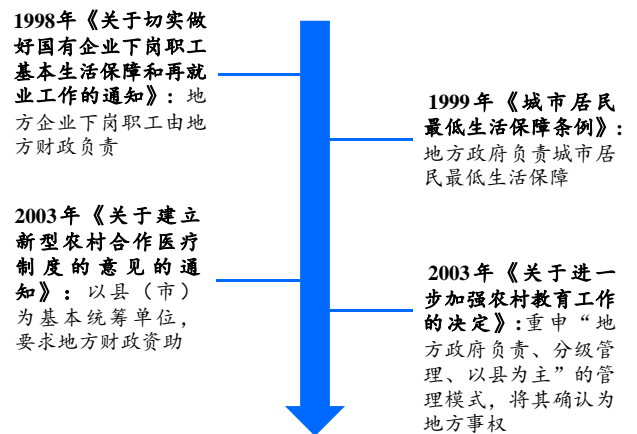
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：分税制实施后中央财政收入开始飞速壮大，而中央财政支出却并无波澜



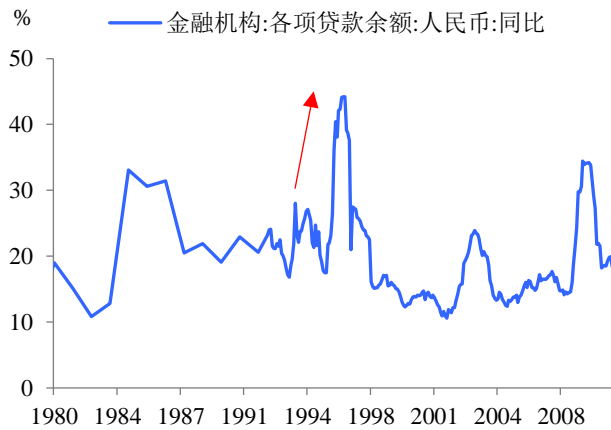
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：地方政府“被动”包揽了不少事权



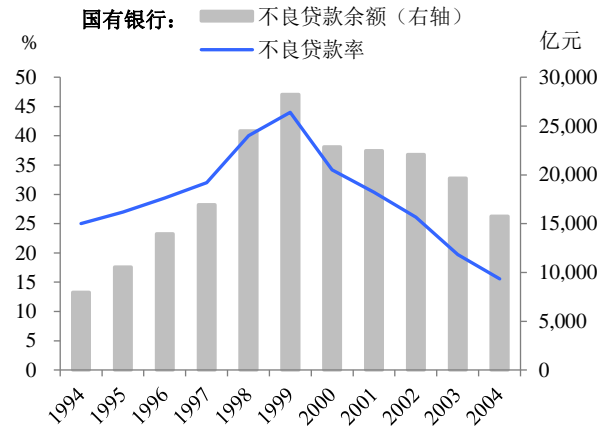
数据来源：《建国以来中央与地方事权划分：历史回顾与经验总结》，东吴证券研究所

图8: 1994年后的信贷“狂飙”



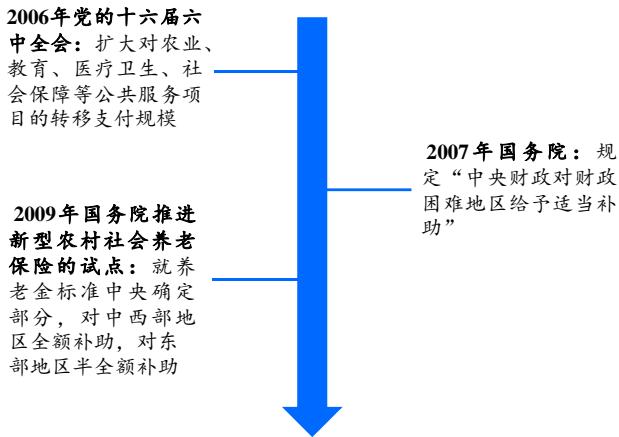
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 1994至1999年, 国有银行不良贷款率持续上升



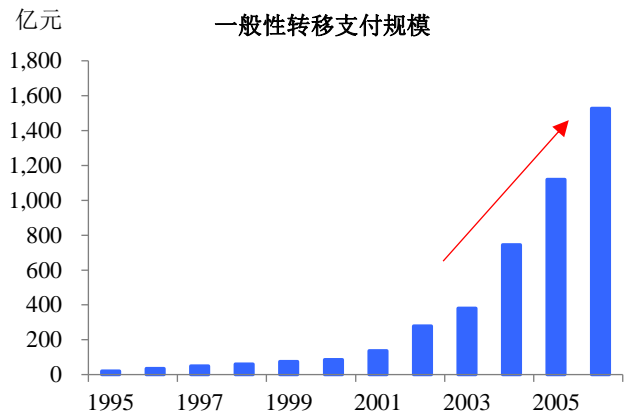
数据来源: 《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度: 1994-2004》, 东吴证券研究所

图10: 中央对地方转移支付政策逐步完善中



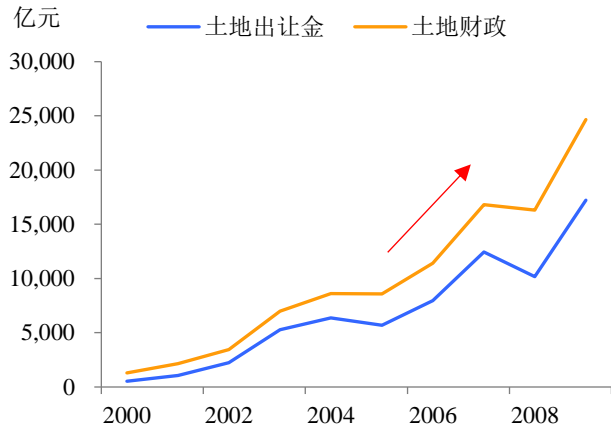
数据来源: 《建国以来中央与地方事权划分: 历史回顾与经验总结》, 东吴证券研究所

图11: 2004年后中央转移支付的规模明显抬升



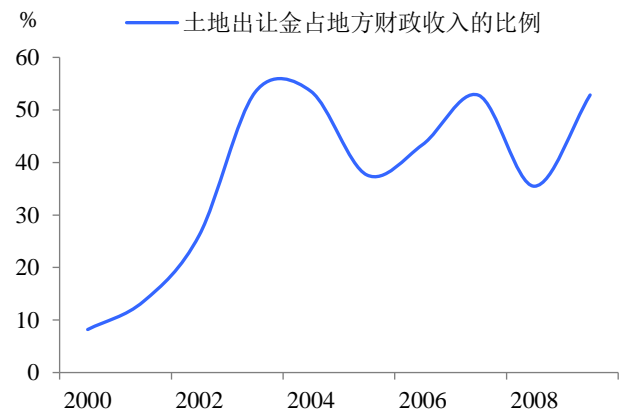
数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图12: 2005年后“土地财政”愈发明显



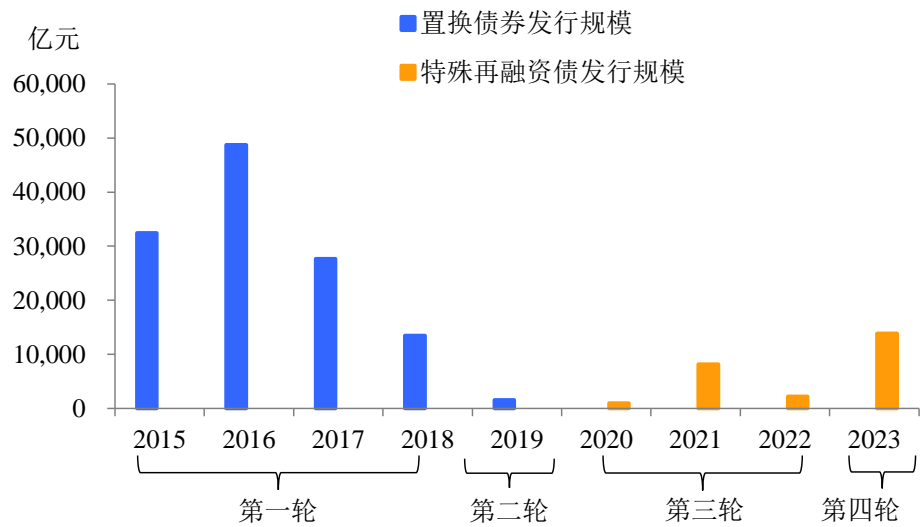
注: 土地财政=土地增值税+城镇土地使用税+耕地占用税+契税+房产税+所得税(建筑业)+土地出让金。  
数据来源:《中国土地财政: 历史、现实及可能的变革》, 东吴证券研究所

图13: 地方政府对“土地财政”的依赖日益严重



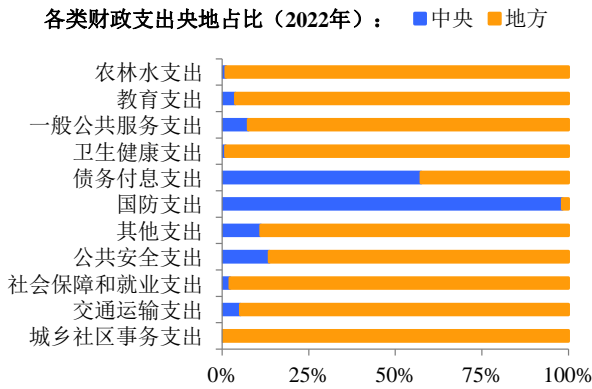
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图14: 四轮化债历程(前两轮置换债、后两轮特殊再融资债)



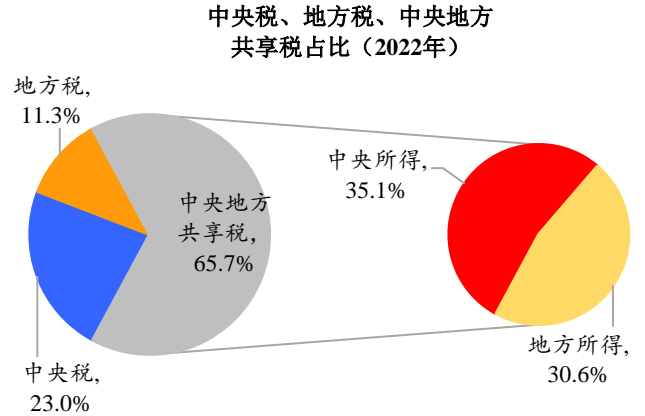
数据来源: 企业预警通, 东吴证券研究所

图15: 直至 2022 年地方还承担着大部分支出



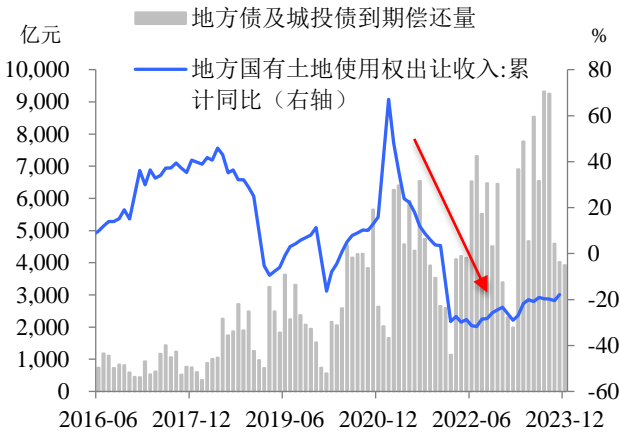
数据来源: Wind, 财政部, 东吴证券研究所

图16: 然而地方税收收入占比并不出彩



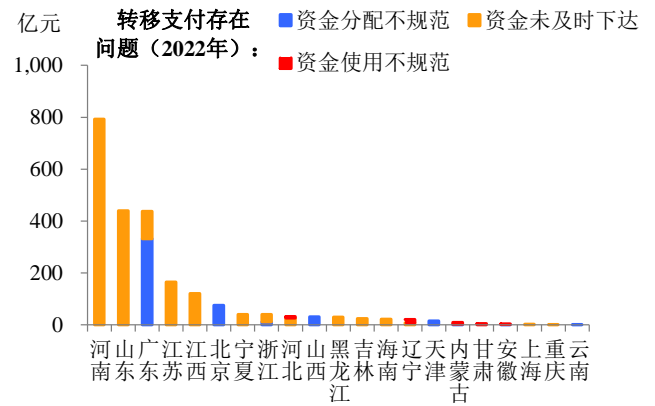
数据来源: Wind, 财政部, 东吴证券研究所

图17: 地方政府卖地收入负增、偿债压力却不断增加



数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

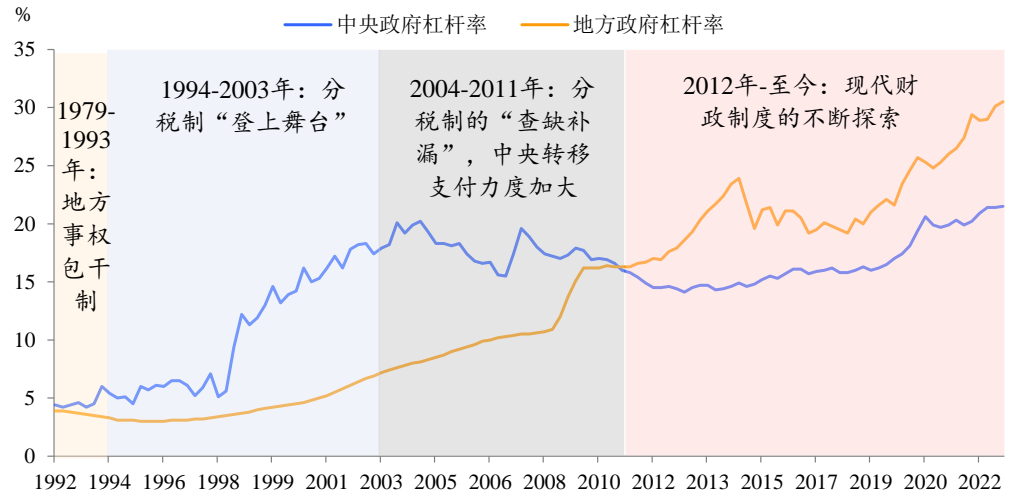
图18: 部分省市披露的转移支付存在问题及其金额



数据来源: 各省市审计局官网, 东吴证券研究所

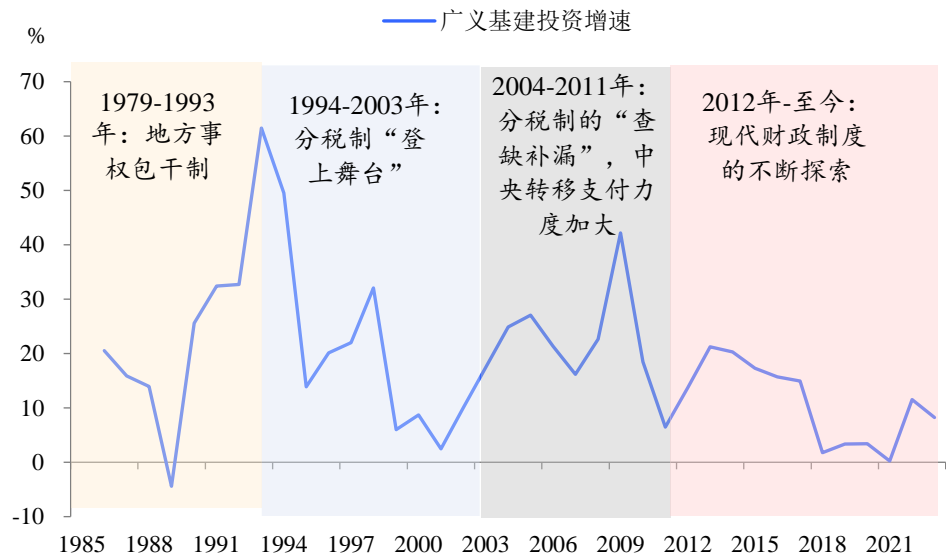


图19: 财税改革路途中的中央、地方政府杠杆率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 财税改革路途中的基建投资增速变化



注: 1985-2002年基建投资根据统计局公布的(1)电力、煤气及水的生产和供应业,(2)交通运输、仓储和邮电通信业,(3)地质勘察业和水利管理业三项进行计算;2003年国家统计局调整了其公布各行业固定资产投资额的统计口径,并未公布2003年基建投资增速数额,因此2003年基建投资增速我们暂未计算;2003年以后基建投资增速数据源于Wind。

数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>